

GPM Investments, LLC

מעקב | דצמבר 2017

אנשי קשר:

קובי רחמני, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
kobir@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג משני
Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

GPM Investments LLC

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו את דירוג המנפיק A3.il ל-GPM Investments, LLC ("GPM" או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי טוב הנובע מהיקף פעילות רחב וגדל בתחום חנויות הנוחות בארה"ב. פעילות החברה הוסיפה לגדול בשנה החולפת, באמצעות רכישות של אתרים פעילים שהצטרפו לפעילות הקיימת, ורשת חנויות הנוחות של החברה מונה בסמוך למועד דוח זה כ-980 אתרים בהפעלה עצמית, מרביתם בהסכמי חכירה לטווח ארוך. בגילום שנתי של רכישות שהושלמו עד ליום 30.09.2017, מסתכם היקף מכירות הדלקים בחברה בכ-900 מיליון גלונים, לצד מכירות של כ-1.0 מיליארד דולר בחנויות הנוחות. היקף הפעילות הגדול בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג, ומהווה גורם הממתן את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך זמן. פריסתה הגיאוגרפית של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגורם חיובי בדירוג, בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות, וכן בהתחשב בחשיפות סיכון מקומיות כגון תנאי אקלים קיצוניים או לחילופין השפעות רגולטוריות. החברה מציגה טרק רקורד חיובי במימוש האסטרטגיה לצמיחה באמצעות רכישות ומיזוגים של רשתות חנויות נוחות פעילות והטמעתן בפעילות הקיימת, גורם הממתן את הסיכון באסטרטגיית החברה להמשך התרחבות בארה"ב באמצעות רכישות.

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי בינוני, המושפע לחיוב מביקושים יציבים יחסית למוצרי הדלק וחנויות הנוחות, בהיותם מוצרים בסיסיים בעלי רגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית, אולם מושפע לשלילה מרמת תחרות גבוהה ורגישות מחיר של צרכנים, המובילה לרווחיות נמוכה ממכירות דלקים.

לצד הצמיחה החיצונית הגבוהה, הנובעת מהתרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות, החברה מציגה צמיחה פנימית נמוכה, עד שלילית מתונה, במכירות הגלונים ובמכירות חנויות הנוחות, נוכח אסטרטגיית החברה להתרחבות בדרך של רכישות חדשות על פני השקעות משמעותיות בחנויות הקיימות וכן נוכח תחרות וצמיחת תמ"ג מתונה בארה"ב. להערכת מידרוג, היעדר צמיחה פנימית מקשה על מיצוי משמעותי של יתרונות לגודל.

כרית הרווחיות הצרה ממכירת דלקים מהווה גורם שלילי בדירוג, והינה מושפעת ממרווח שיווק דלקים נמוך ומרכיב גבוה של הוצאות שכירות ושכ"ע. שיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי ירד בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 ועמד על 7.1% אל מול 7.7% בתקופה המקבילה. עיקר הירידה נבעה מתמהיל מוצרים אשר מאפיין חלק מהרכישות האחרונות וכן מעלייה בהוצאות שכ"ע. ניכר כי החברה הצליחה לשפר במידת מה את מרווח שיווק הדלקים נוכח יתרונות לגודל ברכש, אולם באופן כללי היתרונות לגודל טרם קיבלו ביטוי בולט בתוצאותיה, כאשר הגידול בתזרימי המזומנים נבע בעיקר מתוספת האתרים.

בתרחיש הבסיס לשנת 2018 מניחה מידרוג צמיחה שלילית מתונה במכירות הגלונים בשל המשך המגמות הקיימות וגידול מתון במכירות חנויות הנוחות. להערכת מידרוג, החברה מוגבלת בצמיחתה הפנימית בשל המגמות שתוארו לעיל, ובהתחשב בהיקף ההשקעות המתון באתרים הקיימים. מידרוג מעריכה כי מרווח השיווק יישמר בטווח של 18-20 סנט לגלון בדומה לשנים האחרונות וכן שמירה על שיעורי רווחיות יציבים בחנויות הנוחות.

רמת המינוף המאזנית של החברה (לרבות הלוואות בעלים) גבוהה ומכבידה על הדירוג. החוב בחברה עלה בעקבות הרכישות האחרונות, שמומנו בעיקר בחכירות מימוניות והלוואות בעלים. יחסי חוב מותאם¹ ל-EBITDAR וחוב מותאם ל-FFOR לארבעת הרבעונים שעד 30.9.2017 עמדו על 4.8 ו-8.0 בהתאמה והם טרם גילמו במלואם את הבשלת העסקאות האחרונות. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2017 Adj. EBITDA ו-Adj. FFO צפויים לעמוד בטווח 55-60 מ' דולר ו 40-45 מ' דולר, בהתאמה (הסכומים לעיל כוללים אתרים שנרכשו במהלך השנה מאז מועד רכישתם וללא גילום שנתי של תרומת אתרים אלו). יחסי הכיסוי חוב מותאם

¹ חוב מותאם כולל התחייבויות בגין חכירה מימונית בתוספת הייון חכירה תפעולית ובנטרול מזומנים משועבדים.

ל- EBITDAR² וחוב מותאם ל- FFOR צפויים לעמוד להערכתנו, בטווחים שבין 4.5 - 5.5 ו- 7.0-8.0, בהתאמה. בשנת 2018 תרחיש הבסיס של מידרוג מניח Adj. EBITDA ו- Adj. FFO בטווח 65-55 מ' דולר ו 50-40 מ' דולר, בהתאמה, כאשר הגידול מבטא בעיקר את הבשלת העסקאות שצורפו במהלך שנת 2017³.

גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לחיוב ושופרה בשנה החולפת. לחברה מגוון מקורות מימון לפעילותה, ולאורך השנים היא הקטינה את חשיפתה למימון בנקאי למול מימון באמצעות הלוואות בעלים. מידרוג אינה סבורה כי קיים לחץ תזרימי מצד חברת האם ארקו לפרוע את הלוואות הבעלים בטווח הקצר, תוך שמידרוג מעריכה כי העמדת הלוואות הבעלים מצביעה על אסטרטגיית הבעלים ונכונותם להצמיח את פעילות החברה. ארקו הציגה בשנים האחרונות קיטון במינוף בעיקר נוכח המרת חוב להון מניות. להערכת מידרוג, אחזקת החברה בשותפות המוגבלת GPMP (78.34%) משפרת את הגמישות הפיננסית של החברה, תוך שהיא מהווה ערוץ נוסף לגיוס מקורות הוניים למימון עסקאות רכישה, אך קיומם של מנגנונים המבטיחים תשואה עקב קדימות בחלוקת התזרים למשקיעי GPMP (אף כי אינם מנדטוריים), יוצרים קיטון בתזרים המיוחס לחברה על חשבון גיוס מקורות חדשים. החברה בוחנת בימים אלו הנפקה ראשונית לציבור של GPMP. ככל שתבוצע הנפקה, מידרוג תבחן את היקפה, השימוש והיעוד של כספיה ורמת המינוף הצפויה לשרור לאחר ההנפקה. נזילות החברה סבירה נוכח תזרים חופשי (FCF) הצפוי להיות חיובי בהיקף של 10-20 מ' דולר לשנה בשנים 2017-2018 (לפני שמביאים בחשבון השקעה ברכישות ומיזוגים), וזאת ביחס לצורכי פירעון מתונים (בנטרול הלוואות הבעלים). בהתאם להסכמים שנחתמו, בנק PNC האריך את פירעונות החוב הקיימים של החברה לשנת 2022 חלף 2018.

GPM Investments LLC - נתונים עיקריים, במיליוני דולר

2013	2014	2015	2016	1-9 2016	1-9 2017	
1,379	1,771	1,741	1,946	1,413	1,981	סך הכנסות
162	246	322	396	291	367	רווח גולמי
5	15	28	29	22	26	רווח תפעולי לפני הכנסות/הוצאות אחרות
3.00%	6.20%	8.60%	7.28%	7.70%	7.12%	רווח תפעולי / רווח גולמי
77	56	147	273	111	299	חוב פיננסי ברוטו*
79%	79%	84%	79%	73%	80%	חוב לקאפ מותאם
5.1	3.7	4.2	5.1	3.7	4.8	חוב מותאם / EBITDAR
7.6	5.2	6.3	7.8	5.4	8.0	חוב מותאם / FFOR
1.1	1.6	1.6	1.5	1.5	1.1	רווח תפעולי / הוצאות מימון - מותאם

* בניכוי פקדונות משועבדים לבנק

פירוט השיקולים העיקריים למידרוג

ענף חנויות הנוחות בארה"ב מאופיין בביקושים יציבים, אך בתחרות גבוהה ומשוכללת הלוחצת את מרווח השיווק

ענף תחנות הדלק וחנויות הנוחות בארה"ב מוערך על ידי מידרוג ברמת סיכון בינונית, המושפעת לחיוב מביקושים יציבים יחסית למוצרי הדלק ובחנויות הנוחות, בהיותם מוצרים בסיסיים בעלי רגישות נמוכה למחזוריות הכלכלית. שני מוצרי העוגן העיקריים בחנויות הנוחות, דלקים וטבק, מצויים במגמת של ירידה איטית/סטגנציה לאורך זמן, האחד, בשל התייעלות אנרגטית וחדירה (איטית) של רכבים היברדיים וחשמליים (אשר השפעתה התמתנה בשנתיים האחרונות נוכח הירידה החדה במחירי הדלקים והעלייה בביקוש לכלי רכב גדולים יותר), והשני, בשל קיטון מתמשך בצריכה. תחום המשקאות המהווה גם הוא עוגן מכירות חזק נותר יציב ורווחי כמו גם תחום המזון המהיר המאופיין ברווחיות גבוהה וצומח בתמהיל המכירות. במענה למגמות אלו, השחקניות הגדולות בענף נטות להרחיב

² Adj. EBITDA ו- Adj. FFO מחושבים בנטרול חלוקה לשותפים המבוצעת ב- GPM Petroleum LP.
³ תרחיש הבסיס של מידרוג אינו כולל את עסקה לרכישת 267 חנויות נוחות עליה דווח ביום 24.12.2017

את תמהיל המוצרים לכיוון מוצרי נוחות, מזון טרי ומותגים פרטיים ומבצעות השקעות ניכרות בפיתוח ושידרוג האתרים על מנת למשוך קונים. בנוסף ניכרת בענף מגמת התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על מנת להשיא יתרונות לגודל במערך הרכש וההפצה. אנו מעריכים כי מגמות אלו בענף ימשכו גם בטווח הבינוני והארוך. התחרות בענף חנויות הנוחות בארה"ב גבוהה ונגזרת מהביזור הגבוה של השוק, מנאמנות מותג נמוכה יחסית כתוצאה מסטנדרטיזציה של המוצרים העיקריים (דלקים, טבק ומשקאות) ומרגישות המחיר של הצרכן האמריקאי. חסמי הכניסה לענף אינם גבוהים יחסית וכוללים השקעות באתרים, ציוד ומלאים והסכמים עם ספקי דלק וסחורות, אך עם זאת קיימת רגולציה שעשויה להכביד על פתיחת אתרים חדשים.

הרווח הגולמי מפעילות הדלקים הנו נמוך, מאפיין אינהרנטי לענף כולו, כאשר עיקר הרווח נובע ממכירות מוצרים ושירותים בחנויות הנוחות. מרווח שיווק הדלקים הינו פונקציה בין השאר של רמת התחרות האזורית המשפיעה על התמחור וכן של מגמת השינוי במחיר הדלקים ועוצמתה, המשפיעות על יכולת מפעילי האתרים לשפר את הרווחיות בעיקר בתקופות של תנודות חדות במחירי הדלקים. הפעילות בענף מאופיינת בעונתיות חזקה, כאשר בחודשי החורף הפעילות סובלת מתנועה נמוכה ואילו חודשי הקיץ מפצים על כך.

היקף פעילות רחב ופריסה גיאוגרפית תורמים למיצוב גבוה של החברה, המתבסס בעיקר על אסטרטגיית התרחבות באמצעות מיזוגים ורכישות על חשבון צמיחה פנימית

נכון ליום 30.9.2017 רשת חנויות הנוחות של GPM מונה כ- 1,100 אתרים (בהשוואה לכ-1,000 אתרים בסוף שנת 2016), מרביתם כוללים תחנות דלק, כאשר 980 אתרים מצויים בהפעלה עצמית של החברה (לעומת כ-889 בסוף שנת 2016), וליתר האתרים GPM מספקת דלקים בלבד. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2017 סיפקה החברה כ-650 מיליון גלונים של דלק, היקף המשקף גידול של כ-30% לעומת שנת 2016, ובגילום מלא של אתרים שנרכשו במהלך השנה, היקף הגלונים עולה לקצב שנתי של כ-900 מיליון. היקף המכירות בחנויות הנוחות בתשעת החודשים הראשונים של השנה הסתכם בכ-776 מ' דולר. אתרי החברה נפרשים על פני 18 מדינות בארה"ב, בארבעה אזורים מרכזיים: החוף המזרחי של ארה"ב, דרום-מזרח ארה"ב, מיד אטנלטיק ומרכז ארה"ב. החברה מפעילה את חנויות הנוחות באמצעות מותגים מקומיים בכל אחת ממדינות הפעילות. GPM מהווה אחד השחקנים הגדולים בענף חנויות הנוחות בארה"ב (מקום שביעי נכון למועד דו"ח זה), זאת לצד שחקניות גדולות ממנה כגון 7-Eleven, Circle K, Murphy, Speedway. היקף הפעילות של החברה בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג ומהווה גורם ממתן סיכון התורם לאורך זמן לציביות תזרימי המזומנים. פריסתה הגיאוגרפית של החברה מוערכת על ידינו כגורם חיובי בדירוג, ותורמת לפיזור עסקי בהינתן רמת התחרות המשתנה בין אזורי הפעילות.

הגידול במכירות הגלונים ובמכירות חנויות הנוחות בשנת 2017 נבע כולו מהנבה מלאה בגין עסקאות שבוצעו במהלך שנת 2016 והוסיפו לחברה כ-244 אתרים (לרבות עסקאות Admiral ו- jiffistop) וכן מעסקאות Roadrunner ו- jiffy-stop שהושלמו במהלך 2017. בד בבד, הצמיחה הפנימית בפעילות החברה - בניטרול השפעת רכישות אתרים, הינה נמוכה עד שלילית נמוכה. להערכת מידורג, הדבר נובע בעיקר מאסטרטגיית ההשקעות של החברה, המתמקדת בהרחבת הרשת באמצעות רכישות של אתרים חדשים, אגב השקעות מתונות בלבד באתרים הקיימים, ותוך השקעות מצומצמות בהרחבת סל המוצרים בחנויות הנוחות. בנוסף, לצמיחה הנמוכה תורמים גם התחרות הגבוהה והמשוכללת וכן גידול טבעי מתון. מידורג מעריכה רכישת אתרים חדשים תוסיף להוות את מנוע הצמיחה העיקרי של החברה בשנים הקרובות, בהתאם לאסטרטגיית החברה. להערכת מידורג, טרק רקורד חיובי שצברה החברה בשנים האחרונות בביסוס הפעילויות שנרכשו מהווה גורם חיובי הממתן את הסיכון הכרוך בצמיחה באמצעות ורכישות.

כרית רווחיות נמוכה הנובעת ממרווח שיווק צר, צמיחה פנימית נמוכה ומרכיב גבוה של הוצאות קבועות; היתרונות לגודל הגלומים בהרחבת הפעילות טרם קיבלו ביטוי משמעותי בתוצאות

רווחיות החברה מושפעת ממרווח שיווק דלקים צר בבסיסו, מאפיין ענפי הנובע מהתחרות הגבוהה ומאפייני הצריכה בשוק האמריקאי כמפורט לעיל. הרווחיות ממכירות חנויות הנוחות הינה גבוהה יחסית ויציבה. ככלל, פעילות הדלקים תורמת כשליש מהרווח הגולמי לפני עלויות סליקה, ואילו מכירות החנויות תורמות כשני שלישי נוספים. בדומה לחברות קמעונאיות אחרות, החברה מאופיינת במרכיב גבוה של הוצאות קבועות, ובראשן הוצאות שכירות, פחת וכוח אדם. בהתחשב במרווח השיווק הצר במכירות הדלקים ובהיעדר צמיחה

פנימית משמעותית בהיקפי הפעילות, גדלה החשיפה של תזרימי המזומנים לעיתות של האטה בפעילות או שחיקה במרווח, גורם המשפיע לשלילה על דירוג החברה.

המרווח הגולמי ממכירת דלקים שמציגה החברה לאורך השנים עומד בטווח של 18-20 סנט לגלון. החל משנת 2015 חל שיפור במרווח שיווק הדלקים בחברה, בעיקר כתוצאה מירידה חדה ומתמשכת במחירי הנפט הגולמי במהלך התקופה. בד בבד, גידול בהיקף האתרים ובפריסתם אפשר לחברה להגיע להסכמות חדשות עם ספקי הדלקים, אשר הגדילו את התמריצים אותם היא מקבלת על רכישותיה. המרווח הממוצע לגלון בחברה עמד בשנת 2017 על כ- 19.5 סנט ומהווה שיפור של כ-3.7% ביחס למרווח הממוצע בשנת 2016. המרווח הגולמי במכירות חנויות הנוחות, שהפגין יציבות יחסית לאורך השנים האחרונות סביב רמה של כ-30%, נשחק במהלך שנת 2017 משיעור של 28.9% לשיעור של 27% וזאת בעיקר כתוצאה מהנבה מלאה של עסקת Admiral, אשר מאופיינת בשיעורי רווחיות גולמית נמוכים עקב מרכיב גבוה של מכירות טבק בחנויות הנוחות (כ-29.3% בנטרול עסקת Admiral). סך שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי של החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2017 הסתכם ב 7.1% בהשוואה ל 7.7% בשנת 2016, כאשר הירידה מוסברת בצירוף עסקת אדמירל, כנזכר לעיל.

בתרחיש הבסיס לשנים 2018-2019 מניחה מידרוג שחיקה מתונה בהיקף צריכת הדלקים בטווח הזמן הקצר והבינוני וזאת בהתאם למגמות ארוכות הטווח בענף, אשר תמותן מצד הצמיחה הטבעית בנסועה. מידרוג מעריכה כי המכירות בחנויות זהות יצמחו בשיעור מזערי בלבד, מהסיבות שפורטו לעיל. הנחת הבסיס של מידרוג הינה למרווח שיווק המצוי באמצע טווח הממוצע הרב שנתי (כ-19 סנט לגלון) וכן הנחת יציבות ברווחיות הגולמית של החברה מחנויות נוחות. מידרוג מניחה המשך גידול בעלויות שכ"ע שיישחק את שיעור הרווח התפעולי מהרווח הגולמי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג EBITDA ו- Adj. FFO צפויים להסתכם בשנת 2017 בטווח של 55-60 מ' דולר ו- 40-45 מ' דולר, בהתאמה. בשנת 2018 תרחיש הבסיס של מידרוג מניח EBITDA ו- Adj. FFO בטווח 65-55 מ' דולר ו- 50-40 מ' דולר, בהתאמה.

עלייה בהלוואות בעלים ובהתחייבויות החכירה שוחקת את יחסי הכיסוי והמינוף, שהינם גבוהים יחסית לרמת הדירוג

החוב הפיננסי בחברה מממן בעיקר רכישות ומיזוגים של חנויות נוחות שביצעה החברה בשנים האחרונות. בתחילת שנת 2016 גייסה החברה 70 מ' דולר הון מניות באמצעות הנפקה פרטית של יחידות השתתפות ב-GPMP. החברה בוחנת בימים אלו הנפקה ציבורית של GPMP, ומידרוג תבחן בעתיד את השלכת ההנפקה על דירוג החברה, בהתחשב בייעוד כספי ההנפקה ובתנאי ה-MLP, בהתייחס להשפעתם על התזרים השירי לחברה מהפעילות שתונפק.

במהלך שנת 2017 חלה עלייה נוספת בחוב הפיננסי בחברה בעקבות הרכישות האחרונות, שמומנו בעיקר בהתחייבויות לחכירה מימונית ובהלוואות בעלים. החוב הפיננסי ליום 30.09.2017 בניכוי מזומנים משועבדים לבנקים הסתכם בכ-300 מ' דולר זאת לעומת כ-273 מ' דולר ליום 31.12.2016. החוב הפיננסי כולל חוב בנקאי בסך של כ-123 מ' דולר הלוואות בעלים שיתרתן כ-82 מ' דולר והתחייבות לחכירה מימונית בסך של כ-113 מ' דולר. במסגרת גיוס ההון באמצעות GPMP, החברה הפקידה בפקדון משועבד סך של כ-31.8 מ' דולר לצורך פירעון הבולט של הלוואת PNC הצפויה בדצמבר 2022, אשר נטרלו מהחוב הפיננסי. לחברה מרכיב משמעותי של התחייבויות חוץ-מאזניות לחכירה תפעולית ארוכת טווח של חנויות הנוחות, שמרביתן אינן מצויות בבעלותה אלא בחכירה לתקופות של 15-20 שנה, בתוספת מספר אופציות הארכה. יחסי חוב מותאם ל- EBITDAR ו- Adj. FFOR מותאם ל- FFOR Adj. לארבעת הרבעונים שעד 30.9.2017 עמדו על 4.8 ו-8.0, בהתאמה. יחסי הכיסוי חוב מותאם ל- EBITDAR ו- Adj. FFOR צפויים לעמוד להערכתנו, בשנת 2018 (ובהתבסס על הרכישות שבוצעו עד לתאריך המאזן האחרון, ומבלי להתחשב בהשפעת רכישות נוספות) בטווחים שבין 4.5-5.5 ו-7.0-8.0, בהתאמה. בשנת 2017 צפויות ההשקעות ההוניות של החברה ברכוש קבוע להסתכם בטווח של 25-30 מ' דולר (לרבות באמצעות חכירה מימונית). בתרחיש הבסיס לשנת 2018 הניחה מידרוג היקף השקעות הוניות שנתי של כ-30 מ' דולר בגין האתרים הקיימים. אנו מעריכים כי התזרים החופשי (FCF) של החברה לאחר השקעות הוניות יעמוד בטווח 20-10 מ' דולר וכי זה ינותב בעיקר לשקעות ברכישת חנויות נוחות, לאחר שהחברה מיחזרה חלק ניכר מהחוב הבנקאי.

שיפור בגמישות הפיננסית ונזילות סבירה הנתמכת בלוח סילוקין נוח\ עם מיחזור החוב ומסגרות אשראי בהיקף נרחב

בסמוך למועד דוח זה החברה חתמה מול בנק PNC על מימון מחדש של הלוואותיה מול הבנק, באופן המרווח את לוח הסילוקין לשנים הקרובות. בהתאם ללוח הסילוקין העדכני של החברה, פירעונות קרן החוב הצפויים לחברה (בהתייחס לסך החוב הפיננסי) הינן כ- 30 מ' דולר בשנת 2018 (כולל החזר הלוואת בעלים בסך כ-24 מ' דולר) וכ-12 מ' דולר בשנת 2019. נזילות החברה נתמכת גם במסגרות אשראי הקיימות בעיקר ברמת השותפות המוגבלת, בסך של כ-110 מ' דולר (אופציית לגידול ל-220 מ' דולר). נכון ליום 30.09.2017 החברה עמדה במרווח סביר להערכתנו באמות מידה פיננסיות שהוצבו לה באותו מועד על ידי בנק PNC. לדברי החברה, בסמוך למועד דוח זה, במסגרת המימון מחדש מול הבנק כנזכר לעיל, הוסרו אמות המידה הפיננסיות ואלו יתקיימו רק אם החברה תנצל שיעור של 85% ממסגרת האשראי להון חוזר. גמישותה הפיננסית של החברה שופרה למול המעקב הקודם. לחברה קיימים מגוון מקורות מימון לפעילותה ולאורך השנים החברה הקטינה את חשיפתה למימון בנקאי למול מימון באמצעות הלוואות בעלים. איננו סבורים כי קיים לחץ תזרימי מצד ארנקו לפרוע את הלוואות הבעלים בטווח הקצר. החברה יצרה במהלך שנת 2016 מנגנון MLP באמצעות השותפות המוגבלת המהווה כלי לגיוס מקורות הוניים וחוב. להערכתנו הדבר תומך בשיפור גמישותה הפיננסית ומהווה מקור נוסף למימון רכישות עתידיות.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- חיזוק רווחיות החברה ומיצובה העסקי
- ירידה מתמשכת ביחס חוב פיננסי מותאם ל EBITDAR

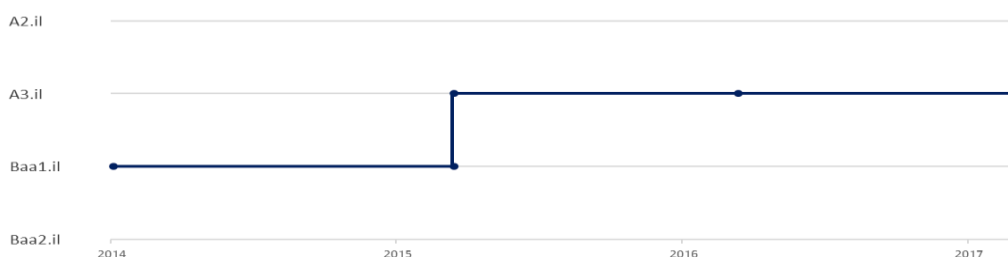
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת ביחסי הכיסוי ועלייה ברמת המינוף

אודות החברה

GPM Investments, LLC פועלת בתחום חנויות הנוחות המשולבות במתחמי תדלוק בחוף המזרחי של ארה"ב, בדרום מזרח ארה"ב, מיד אטלנטיק וכן במרכז ארה"ב. נכון לסוף שנת 2017 מפעילה החברה כ-980 אתרים. בנוסף, לחברה פעילות שיווק סיטונאי של דלקים למספר תחנות בהיקף קטן יחסית לפעילות. בעלת השליטה ב GPM, בעקיפין באמצעות תאגידים בשליטה המלאה, הינה ארנקו החזקות בע"מ (חברה ציבורית נסחרת בבורסה בת"א) המחזיקה 75% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ומזכויות ההצבעה ב- GPM (אחזקה אפקטיבית בהון של כ-69.4%). קרן ההשקעות Davidson Kempner Capital Management, LLC מחזיקה ביתרת 25% מהזכויות ביחידות ההשתתפות הרגילות ובזכויות ההצבעה ב GPM (כ-20% אפקטיבי בהון) וקרן ההשקעות Harvest Partners מחזיקה ביחידות בכורה המקנות לה 7.5% מחלוקות שתבצע GPM ובכ-2.5% מיחידות ההשתתפות הרגילות (כ-10% אפקטיבית בהון). מנכ"ל GPM מאז סוף שנת 2011 הוא מר אריה קוטלר, יו"ר ומנכ"ל ארנקו ומבעלי השליטה בה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[GPM Investments, LLC דו"ח מעקב, דצמבר 2016](#)

[דוח מתודולוגי, דירוג חברות קמעונאות, מאי 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

29.12.2017	תאריך דוח הדירוג:
29.12.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
19.10.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ארקו החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ארקו החזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>